

Аналитики: Михаил Галкин Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Планы X5 (B1/BB-) по размещениям негативны для держателей Пятерочка-1,2

Сегодня утром стало известно о том, что розничная сеть X5 (ранее-Пятерочка) зарегистрировала 3 выпуска рублевых облигаций общим объемом 25 млрд. рублей (9+8+8). На наш взгляд, это негативная новость для держателей облигаций **Пятерочка-Финанс-1** (YTM 8.40%) и **Пятерочка-Финанс-2** (YTM 8.45%). Мы рекомендуем инвесторам сокращать позиции в данных выпусках.

Во-первых, на наш взгляд, снижение рейтинга X5 агентством Standard & Poor's (рейтинг Пятерочки «BB-/Негативный») теперь становится весьма вероятным событием. Насколько мы понимаем, после сделки по объединению Пятерочки и Перекрестка рейтинговое агентство ожидало от компании мер по снижению долговой нагрузки. Мы предполагаем, что средства, полученные от размещения облигаций, будут в основном направлены на инвестиции, а не на рефинансирование существующей задолженности, и приведут к росту долговой нагрузки. Такой вывод мы делаем исходя из того, что основу задолженности X5 сейчас составляет 3-летний синдицированный кредит на USD800 млн., сделку по привлечению которого компания закрыла в 2006 г. Кредит был привлечен на достаточно привлекательных условиях (ставки по траншам LIBOR+2.25% и LIBOR+2.50%). Вряд ли X5 намерена досрочно погасить данный кредит за счет привлечения облигаций. Представитель X5 подтвердил наши предположения, сказав, что, скорее всего, один из трех выпусков будет направлен на рефинансирование долга, остальное – на «органические» капвложения.

Во-вторых, для держателей облигаций X5 размещение новых выпусков в таких беспрецедентных для российских частных компаний объемах негативно с технической точки зрения, т.к. может привести к переполнению лимитов на компанию.

На наш взгляд, в среднесрочной перспективе облигации продуктовых розничных сетей будут демонстрировать волатильность, а реализация успешных торговых стратегий в этом сегменте потребует большого внимания к новостям о стратегии компаний. Ключевые негативные факторы, которые будут действовать большую часть времени – это регулярное новое предложение облигаций и рост долговой нагрузки эмитентов. Насколько мы понимаем, акционеры розничных сетей сейчас нацелены в первую очередь на максимизацию стоимости компаний (для чего требуется активно участвовать в «сумасшедшей» гонке за рыночную долю) и в гораздо меньшей степени заботятся о долговой нагрузке.

Вместе с тем, время от времени будут происходить позитивные для кредиторов события, способствующие росту котировок облигаций – это сделки по слияниям/поглощениям/ИРО, а также рост прозрачности (упорядочивание юридической структуры, подготовка отчетности по МСФО, получение кредитных рейтингов).

В сегменте продуктовой розницы мы рекомендуем инвесторам придерживаться высокодоходных выпусков облигаций компаний 2-3 эшелона (например: **Монетка**(12.3%), **АЛПИ**(11.20%), **Матрица**(14.4%)). Агрессивный аппетит к поглощениям в этом сегменте, который демонстрируют крупнейшие российские и иностранные операторы, снижает риск дефолта даже для компаний с высокой долговой нагрузкой, т.к. в случае возникновения финансовых затруднений розничная сеть с высокой вероятностью будет просто приобретена более сильным игроком. Для других сегментов розницы эти рассуждения справедливы в меньшей степени.



Финансовая группа МДМ
 Инвестиционный департамент
 Котельническая наб., 33/1
 Москва, Россия 115172

Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Управления торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Богдан Круть	+7 495 363 27 44
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Соуправляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA

Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Николай Богатый	Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com

Металлургия

Майкл Каванаг	Michael.Kavanagh@mdmbank.com
Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
-----------------	-----------------------------

Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@mdmbank.com

Электроэнергетика

Тигран Оганесян	Tigran.Hovhannisyan@mdmbank.com
-----------------	---------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2006, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.